BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Janvier 2016

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est *symétrique* et *flexible*

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », et en particulier un indice appelé IPCX qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de *guide* à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

---

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation* (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet. On peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 La Banque dispose d'une série de mesures exceptionnelles qu'elle pourrait prendre pour accroître la détente monétaire ou améliorer les conditions sur le marché du crédit lorsque les taux d'intérêt se situent à un niveau très bas. Ces mesures et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans le *Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt*, publié également dans le site de la Banque.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse **banqueducanada.ca**

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, avenue Laurier Ouest
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada 2016

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2016

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Stephen S. Poloz, Carolyn Wilkins, Timothy Lane, Agathe Côté, Lawrence Schembri et Lynn Patterson.

« Les forces sous-jacentes à l'œuvre au sein de l'économie mondiale sont puissantes et agissent lentement, et elles influent sur les diverses économies de manières différentes. C'est donc dire que le thème de la divergence — tant sur le plan financier qu'économique — demeurera sans doute un sujet d'actualité pendant un certain temps encore. »

— Stephen S. Poloz

Gouverneur, Banque du Canada
Ottawa (Ontario)
7 janvier 2016

Table des matières

L'économie mondiale 1

Les États-Unis et les autres économies avancées 3

La Chine et les pays émergents 4

Les prix du pétrole 5

Les prix des produits de base non énergétiques 6

L'ajustement à la baisse des prix des produits de base 7

Les marchés financiers 8

L'économie canadienne 11

Encadré 1 : Le processus long et complexe d'ajustement de l'économie canadienne à la baisse des termes de l'échange se poursuit 12

L'inflation 15

L'évolution récente 17

Les pressions sur la capacité de production 19

Les conditions financières au Canada 21

Le secteur des ressources 22

Les exportations hors produits de base 22

Encadré 2 : Secteur pétrolier et gazier : le point de vue des acteurs 23

Les investissements des entreprises 25

Les dépenses des ménages 27

Les perspectives économiques 28

Les perspectives d'inflation 28

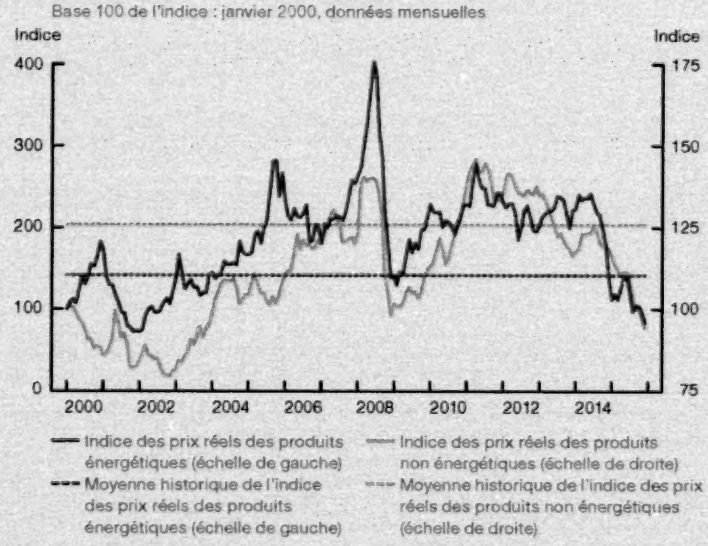
Les risques entourant les perspectives d'inflation 31

L'économie mondiale

Les perspectives économiques divergentes et les modifications des termes de l'échange demeurent les thèmes dominants de l'horizon économique mondial. La Réserve fédérale des États-Unis a amorcé un processus de retrait graduel de la détente monétaire exceptionnelle à la faveur d'une nouvelle amélioration des conditions sur le marché du travail et parce qu'elle juge que l'inflation remontera à son objectif de 2 % à moyen terme. En revanche, les autres grandes banques centrales ont maintenu ou accentué leurs mesures de relance monétaire en réaction aux capacités excédentaires persistantes au sein de l'économie et à l'inflation modérée. La Chine poursuit sa transition vers une croissance plus viable. Les prix des produits de base énergétiques et non énergétiques ont encore diminué, pour s'établir à leurs niveaux les plus bas en plus d'une décennie (**Graphique 1**). La baisse des prix du pétrole est à l'origine d'ajustements majeurs dans l'ensemble de l'économie mondiale et, avec le temps, devrait se traduire par un accroissement net de l'activité économique à l'échelle du globe. Parallèlement, les taux de change contribuent à redistribuer la demande dans le monde.

Graphique 1 : Les indices des prix des produits de base établis par la Banque sont à leurs niveaux les plus bas depuis 2003-2004

Base 100 de l'indice : janvier 2000, données mensuelles



Nota : Les sous-indices des prix nominaux des produits de base établis par la Banque du Canada ont été corrigés à l'aide de l'indice implicite des prix du PIB des États-Unis. Les moyennes historiques sont déterminées d'après les valeurs mensuelles moyennes de chaque indice pour la période 1972-2015.

Sources : Banque du Canada et Bureau d'analyse économique des États-Unis

Dernière observation : décembre 2015

Dans ce contexte, l'économie mondiale devrait retrouver une tendance à la hausse au cours des deux prochaines années (**Tableau 1** et **Graphique 2**), sous l'effet de la détente monétaire en place et des bas prix du pétrole. On s'attend également à une atténuation des pressions restrictives dans certains pays émergents. Néanmoins, l'atonie persistante des investissements des entreprises à l'échelle du globe et la lenteur des progrès accomplis dans la mise en œuvre des réformes structurelles dans bon nombre d'économies continuent à brider la progression de la production potentielle.

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2014	2015	2016	2017
États-Unis	16	2,4 (2,4)	2,4 (2,5)	2,4 (2,6)	2,4 (2,5)
Zone euro	12	0,9 (0,9)	1,5 (1,5)	1,6 (1,5)	1,6 (1,5)
Japon	4	-0,1 (-0,1)	0,7 (0,6)	0,9 (0,8)	0,8 (0,7)
Chine	17	7,3 (7,3)	6,9 (6,8)	6,4 (6,3)	6,2 (6,2)
Pays émergents importateurs de pétrole[c]	33	3,7 (3,7)	3,3 (3,2)	3,8 (3,8)	4,4 (4,2)
Autres pays[d]	18	2,9 (2,9)	1,4 (1,3)	2,0 (2,7)	3,2 (3,2)
Ensemble du monde	100	3,4 (3,4)	3,1 (3,0)	3,3 (3,4)	3,6 (3,6)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2014 publiées en octobre 2015 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'octobre 2015 du *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada.

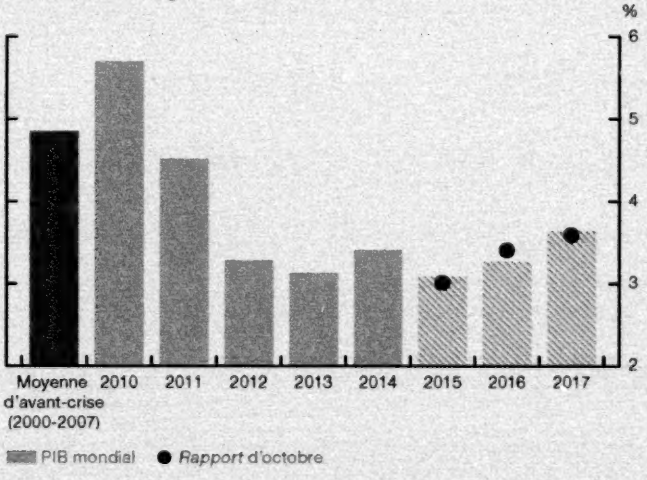
c. Le groupe des pays émergents importateurs de pétrole n'inclut pas la Chine. Il a été formé en retirant du groupe « Autres pays » présenté dans le *Rapport* d'avril 2015 les pays émergents importateurs de pétrole. Il comprend les grands pays émergents d'Asie, d'Amérique latine, du Moyen-Orient et d'Afrique — comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud — ainsi que les nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

d. Le groupe « Autres pays » comprend toutes les économies qui ne font pas partie des cinq premières régions : États-Unis, zone euro, Japon, Chine ainsi que les pays émergents importateurs de pétrole, à l'exception de la Chine. Il est composé des pays émergents exportateurs de pétrole (p. ex., Russie, Nigeria et Arabie saoudite) et des autres économies avancées (p. ex., Canada, Royaume-Uni et Australie).

Source : Banque du Canada

Graphique 2 : La croissance mondiale devrait retrouver une tendance à la hausse

Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

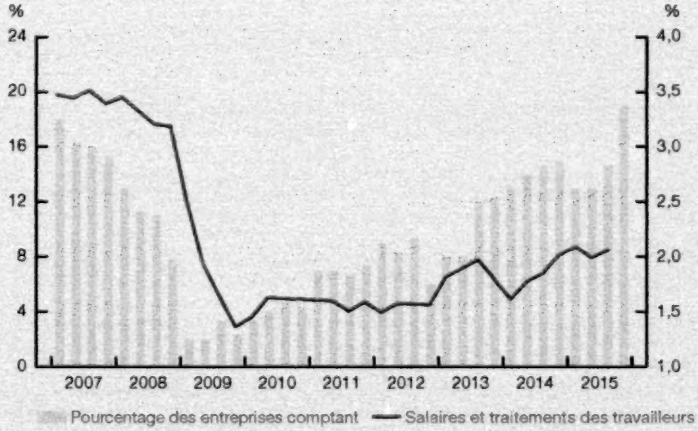
Les perspectives de croissance de l'économie mondiale sont largement conformes à la projection présentée dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, mais on prévoit que la composition de la croissance du PIB des États-Unis sera un peu moins favorable aux exportations canadiennes en 2016.

L'activité aux États-Unis devrait s'accroître à un rythme vigoureux

L'économie américaine semble avoir connu une expansion robuste en 2015. Les données récentes indiquent un fléchissement au quatrième trimestre, qui ne devrait pas persister compte tenu de la vigueur des déterminants fondamentaux. Le revenu du travail a profité des gains appréciables affichés au chapitre de l'emploi, qui se sont chiffrés en moyenne à 221 000 par mois en 2015. La confiance des consommateurs a oscillé près de sommets inégalés en cette période d'après-récession. Selon les réponses obtenues dans le cadre d'enquêtes réalisées auprès d'entreprises, un nombre croissant de firmes ont l'intention d'augmenter les salaires au cours des trois prochains mois (**Graphique 3**). L'amélioration du revenu du travail et la baisse des prix de l'essence ont alimenté la demande intérieure privée, comme en témoignent les ventes de véhicules automobiles frôlant des sommets historiques, la robustesse de la construction résidentielle et le dynamisme des investissements privés dans les secteurs non liés aux produits de base (**Graphique 4**). L'atonie observée au quatrième trimestre de 2015 reflète, en partie, les effets de facteurs temporaires (par exemple, un repli marqué de la consommation de services publics attribuable aux conditions météorologiques et la nouvelle réglementation en matière de crédit hypothécaire) de même que le ralentissement de la croissance dans certains secteurs de l'économie qui avaient été particulièrement vigoureux pendant les trois premiers trimestres de l'année.

Graphique 3 : Les indicateurs de la croissance des salaires aux États-Unis dénotent un redressement

Données trimestrielles

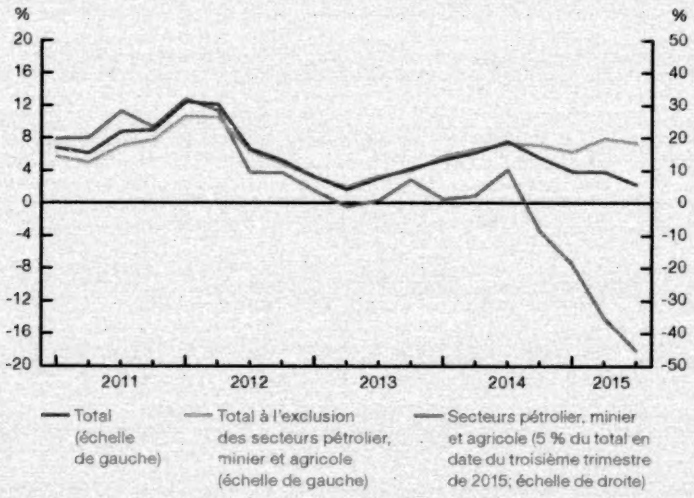


Sources : Bureau des statistiques du travail des États-Unis et Fédération nationale de l'entreprise indépendante

Dernières observations : 2015T4 (entreprises) et 2015T3 (salaires et traitements)

Graphique 4 : Aux États-Unis, les investissements privés dans les secteurs non liés aux produits de base connaissent une croissance soutenue

Taux de variation en glissement annuel des investissements privés, données trimestrielles



Source : Bureau d'analyse économique des États-Unis — Dernière observation : 2015T3

La Banque prévoit que le taux d'expansion de l'économie américaine avoisinera 2 1/2 % en 2016 et en 2017, la demande intérieure privée devant être soutenue par l'amélioration du marché du travail, les bas prix de l'essence et les taux d'intérêt encore faibles. Les vents contraires en provenance de l'économie mondiale devraient diminuer au cours de la période de projection. Quoique la baisse des prix du pétrole donne une certaine impulsion à la consommation, les données récentes indiquent que les consommateurs épargnent une plus large part qu'escompté de l'augmentation de leurs revenus. On s'attend aussi à ce que la baisse des prix des produits de base entraîne un recul encore plus marqué des investissements aux États-Unis dans les secteurs pétrolier et minier en 2016, un facteur important pour les exportations canadiennes.

La politique monétaire expansionniste, les bas prix du pétrole et les dépréciations passées des taux de change devraient favoriser la poursuite de l'expansion dans la zone euro et au Japon. La Banque centrale européenne a annoncé de nouvelles mesures de relance monétaire en décembre, alors que la Banque du Japon procédait à des ajustements pour améliorer l'efficacité de son programme existant d'assouplissement quantitatif. Quoi qu'il en soit, la croissance de ces économies devrait demeurer relativement modeste, étant limitée par la faiblesse des investissements et par des facteurs structurels.

La Chine effectue une transition vers une croissance plus viable

L'économie chinoise continue d'évoluer vers un rythme d'expansion et une composition de la croissance plus soutenables, cette dernière reposant sur un recours accru aux forces du marché. On s'attend à ce que cette transition réussisse, mais le processus prendra du temps et pourrait entraîner une certaine volatilité. Les actions chinoises ont connu de fortes baisses au début de 2016, ce qui s'explique par la réaction du marché à

une conjugaison de facteurs techniques et de données économiques. Ces baisses devraient avoir peu d'incidence directe sur la croissance du PIB du pays, les actions ne représentant qu'une faible part de l'actif des ménages et ne jouant qu'un rôle limité dans le financement des entreprises en Chine. Cependant, les incertitudes entourant la facilité avec laquelle se déroulera la transition vers une trajectoire de croissance plus soutenable pourraient influer sur la volatilité des marchés financiers et les flux de capitaux.

La croissance du PIB de la Chine devrait ralentir graduellement, passant d'un taux légèrement inférieur à 7 % en 2015 à un peu plus de 6 % en 2017. Alors que se déroule le processus de rééquilibrage — allant du secteur manufacturier au secteur des services —, les indicateurs de la fabrication lourde et de l'investissement, comme la production industrielle, décéléreront, tandis que ceux des services et de la consommation devraient demeurer solides. On prévoit que la progression des investissements dans les infrastructures ralentira, mais qu'elle restera robuste jusqu'à la fin de 2017, conformément à la priorité déclarée du gouvernement chinois de répondre aux besoins courants en matière d'infrastructures. Cette progression devrait continuer à soutenir la demande de produits de base.

Le rythme d'expansion dans les autres pays émergents importateurs de pétrole a ralenti en 2015, en raison des effets du repli des prix des produits de base non énergétiques, des retombées du ralentissement de l'économie chinoise et du resserrement des conditions financières. Le Brésil en particulier est entré dans une récession profonde, et on pense maintenant que celle-ci sera plus longue qu'anticipé au départ. La croissance dans les pays émergents importateurs de pétrole devrait se raffermir grâce à la chute des prix du pétrole alimentant la demande, aux progrès accomplis sur le plan des réformes structurelles et à l'amélioration graduelle des économies en difficulté. Les pays émergents d'Asie devraient demeurer les principaux moteurs de l'expansion. Notamment, la croissance du PIB de l'Inde restera probablement dans une fourchette de 7 à 8 % jusqu'à la fin de 2017, à la faveur de quelques avancées réalisées au chapitre des réformes stratégiques et de la baisse des prix des produits de base.

Dans le reste du monde, la croissance économique au sein des pays exportateurs de pétrole devrait aussi se redresser en 2016 et en 2017, après avoir enregistré en 2015 un important ralentissement lié aux prix du pétrole. Toutefois, les prix du pétrole plus faibles par rapport à octobre ont donné lieu à une révision à la baisse des perspectives de croissance du PIB dans le reste du monde en 2016.

Les prix du pétrole ont poursuivi leur chute...

Certains des risques à la baisse entourant les prix du pétrole signalés dans les dernières livraisons du *Rapport* se sont matérialisés. Les cours mondiaux du pétrole brut ont reculé de plus de 20 dollars américains depuis octobre; ils sont donc maintenant d'environ 75 % inférieurs au sommet atteint en juin 2014.

On s'attend à un rééquilibrage graduel du marché mondial du pétrole à mesure que la croissance de la demande se poursuivra à l'échelle du globe et que celle de l'offre ralentira. Toutefois, l'ajustement prendra vraisemblablement plus de temps que prévu précédemment. La croissance de la demande de pétrole a augmenté en 2015, mais l'offre excédentaire est devenue de plus en plus importante depuis le deuxième semestre de 2014. Bon nombre de producteurs de pétrole classique à bas coûts ont réagi à la baisse initiale des prix du pétrole en relevant leur production, en partie

pour compenser la perte de revenus pétroliers. Dans ce contexte, l'absence d'entente entre les pays membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) à leur réunion de décembre concernant les quotas de production a entraîné un nouveau recul des prix, et il semble maintenant moins probable que l'offre supplémentaire de pétrole iranien sera contrebalancée par des réductions de production de la part des autres membres de l'OPEP. On prévoit à l'heure actuelle qu'une offre excédentaire persistera sur le marché mondial du pétrole jusqu'en 2017.

Par convention, la Banque postule que les cours du pétrole demeureront près de leurs niveaux récents. Les cours du Brent, du West Texas Intermediate et du Western Canada Select se sont établis en moyenne à 37, 36 et 22 dollars américains le baril, respectivement, depuis le début de décembre.

À court terme, les risques entourant l'hypothèse de la Banque relative aux prix du pétrole restent orientés à la baisse. Les stocks, qui sont déjà à des niveaux élevés, pourraient s'accroître, compte tenu des prévisions de temps clément cet hiver en Amérique du Nord et en Europe, des mises hors service planifiées de raffineries et de la possibilité d'un retour plus rapide que prévu du pétrole iranien sur le marché. Des risques géopolitiques tant à la hausse qu'à la baisse pèsent sur les prix du pétrole à brève échéance : l'aggravation récente des tensions géopolitiques au Moyen-Orient, vu les perturbations de l'offre pouvant en découler, est susceptible d'exercer des pressions à la hausse sur les prix, mais aussi des pressions à la baisse, dans le cas où elle entraînerait une intensification de la concurrence que se livrent les pays membres de l'OPEP pour obtenir une plus large part du marché.

Par contre, à moyen terme, les risques liés aux prix du pétrole sont orientés à la hausse. Comme les investissements pétroliers ont fortement diminué depuis la fin de 2014, la croissance de la demande pourrait ne pas être satisfaite dans l'avenir, ce qui exercerait des pressions à la hausse sur les prix et favoriserait un retour des investissements dans le secteur. Une très grande incertitude plane quant au niveau des prix qui ramènerait l'équilibre sur le marché du pétrole à moyen terme, surtout étant donné que les producteurs de pétrole ont réussi à réduire leurs coûts de production grâce aux améliorations techniques qu'ils ont apportées et aux autres gains d'efficience qu'ils ont réalisés. L'évolution des attentes de l'industrie relativement au niveau futur des prix du pétrole, à son tour, a une grande influence sur la dynamique de l'offre. Les prix vont probablement demeurer volatils tandis que ce long processus suit son cours.

... et les prix des produits de base non énergétiques se sont également affaiblis

L'indice des prix des produits de base non énergétiques établi par la Banque a aussi baissé pour se situer en deçà du niveau postulé en octobre, en raison principalement du recul des prix des métaux communs et des produits agricoles.

Le marché mondial de nombreux métaux communs affiche une offre excédentaire persistante. Aux prises avec la chute des prix, bon nombre d'importantes sociétés minières internationales, celles qui produisent du minerai de fer et du cuivre surtout, se sont employées à réduire leurs coûts plutôt qu'à limiter la production. Ces entreprises ont en outre profité du repli des cours du pétrole, un intrant essentiel dans le processus de production. Parallèlement, le ralentissement de la croissance dans la fabrication lourde et les investissements

(activités générant une forte demande de métaux communs) en Chine ainsi que l'incertitude à propos de la demande future ont pesé sur les prix. Les prix des produits agricoles ont aussi diminué, en raison de la vigueur de l'offre, tandis que les prix des produits forestiers ont peu changé.

L'indice des prix des produits de base non énergétiques de la Banque devrait se maintenir près de ses niveaux récents durant la période de projection. L'offre excédentaire de métaux communs observée actuellement donne à penser que les prix pourraient continuer de reculer légèrement, jusqu'à ce que la production diminue de manière notable ou que la croissance de la demande se raffermisse. Ce recul sera probablement contrebalancé par le renchérissement du bois d'œuvre, lequel est alimenté par la poursuite de l'amélioration du marché américain du logement.

L'économie mondiale s'ajuste à la baisse des prix des produits de base

Les effets du choc des prix du pétrole sur la croissance économique mondiale continuent à se manifester. L'incidence négative sur les investissements pétroliers aux États-Unis et dans les économies exportatrices de pétrole se matérialise plus rapidement que les répercussions positives de la hausse des revenus réels. On s'attend à ce que les effets favorables sur le PIB mondial deviennent dominants en 2016 et en 2017, et à ce qu'ils continuent de se faire sentir au-delà de 2017.

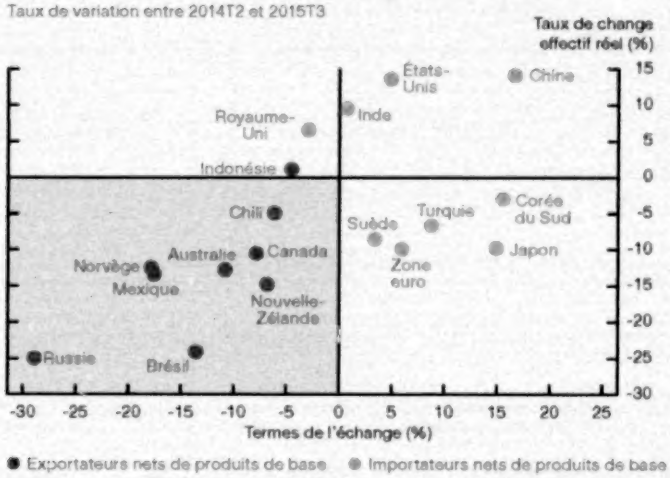
L'augmentation du revenu découlant du fléchissement des prix de l'essence sert soit à accroître les dépenses actuelles, soit à rembourser des dettes ou à épargner davantage, ce qui améliore la capacité des consommateurs de dépenser dans les années à venir. Les entreprises profitent d'une réduction de leurs coûts de production, et les efforts déployés par les producteurs de pétrole pour accroître leur compétitivité dans un contexte de faiblesse des prix contribuent à augmenter la productivité. Certains des avantages que présente le recul des prix du pétrole pour l'économie mondiale ne se sont peut-être pas traduits par une hausse des dépenses, mais ils ont tout de même aidé à améliorer les bilans publics et privés dans quelques pays importateurs de pétrole, ce qui pourrait favoriser la dépense future. Dans la zone euro, cette évolution facilite la réduction des leviers d'endettement en cours. Plusieurs marchés émergents, dont la Chine et l'Inde, réglementent les prix de certains carburants, ce qui signifie que les avantages de la baisse des prix sur le plan économique proviennent en partie de l'amélioration des finances publiques.

Les effets différenciés du recul des prix des produits de base sur les pays qui en exportent ou en importent, ainsi que la modification des perspectives de croissance d'une région à l'autre, contribuent aux mouvements de change. Les termes de l'échange de certains pays exportateurs de produits de base (comme l'Australie, le Canada, le Mexique et la Russie) se sont beaucoup détériorés, à mesure que les prix fléchissaient. En outre, le repli des cours des matières premières et ses effets négatifs sur la demande intérieure dans les économies exportatrices de pétrole ont donné lieu à une dépréciation sensible du taux de change effectif réel de ces dernières (**Graphique 5**).

Les variations des taux de change entre les pays importateurs de produits de base ont été plus contrastées. La chute des prix des matières premières soutient la croissance de l'ensemble de ces économies. Toutefois, dans la zone euro, au Japon et en Suède, la reprise économique modérée a incité

Graphique 5 : Les termes de l'échange et le taux de change effectif réel des pays exportateurs de produits de base ont diminué

Taux de variation entre 2014T2 et 2015T3



Sources : J.P. Morgan et sources nationales par l'intermédiaire de Haver Analytics, base de données des Nations Unies sur le commerce des produits de base et calculs de la Banque du Canada

les banques centrales de ces pays à accentuer leur détente monétaire depuis le milieu de 2014. Par conséquent, la monnaie de ces économies a enregistré une dépréciation notable malgré l'amélioration de leurs termes de l'échange. Parallèlement, le dollar américain s'est apprécié.

Les mouvements de change facilitent un rajustement de l'activité mondiale. En général, la part des exportations nettes en termes réels dans le PIB réel s'est accrue dans le cas des pays exportateurs de produits de base dont le taux de change effectif réel s'est déprécié, alors qu'elle s'est contractée dans le cas des pays importateurs dont la monnaie s'est appréciée. La hausse du dollar américain a bridé la croissance du PIB des États-Unis, par l'intermédiaire d'une augmentation des importations et d'un ralentissement des exportations, mais elle contribue à redistribuer une partie de l'expansion de la demande américaine vers d'autres régions.

Les marchés financiers réagissent aux divergences économiques

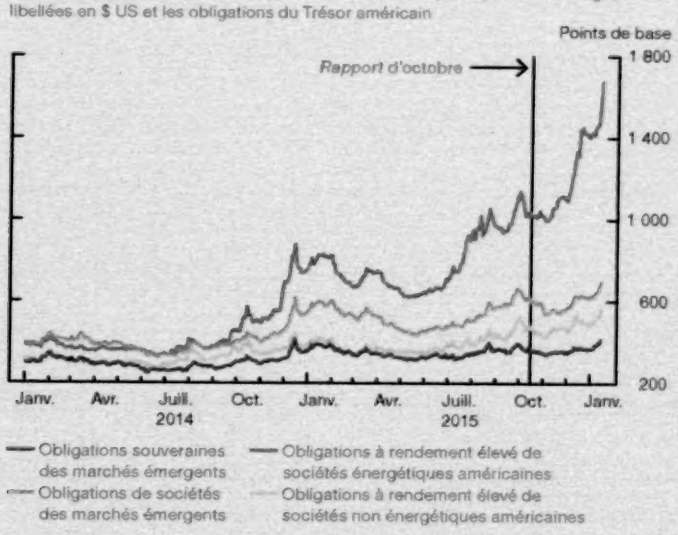
Depuis la publication du *Rapport* d'octobre, la chute des prix des produits de base a engendré un resserrement des conditions du crédit octroyé aux producteurs de matières premières, comme en fait foi notamment l'élargissement des écarts dans le secteur des obligations à rendement élevé, qui compte une forte concentration de producteurs de pétrole et de gaz (**Graphique 6**). Dernièrement, on a observé des variations prononcées des prix mondiaux d'une gamme d'actifs, particulièrement sur les marchés des actions et des matières premières, sous l'effet, du moins en partie, de la volatilité récente des marchés de capitaux en Chine.

Le début du processus graduel de retrait des mesures de détente monétaire par la Réserve fédérale des États-Unis, qui était attendu depuis longtemps, était largement anticipé par les marchés et a donc eu une incidence immédiate limitée sur les cours des marchés. Si les rendements obligataires ont baissé dans le monde depuis le début de 2016, les rendements des obligations américaines à court terme sont demeurés supérieurs aux niveaux

indiqués dans le *Rapport* d'octobre. Cette situation tranche avec les rendements qui ont été observés au sein d'autres économies avancées et reflète les divergences d'orientation des politiques monétaires entre les banques centrales (**Graphique 7**). Afin de contrer les pressions inflationnistes liées à l'affaiblissement des taux de change, les banques centrales de plusieurs marchés émergents ont réagi à la hausse de taux de la Réserve fédérale en majorant leur taux directeur. Les écarts sur les obligations de sociétés libellées en dollars américains dans ces marchés se sont aussi accrus, mais modestement.

Graphique 6 : Les écarts de taux se sont encore accrus, sous l'influence du secteur de l'énergie

Écarts (corrigés en fonction des clauses relatives aux options) entre les obligations libellées en $ US et les obligations du Trésor américain



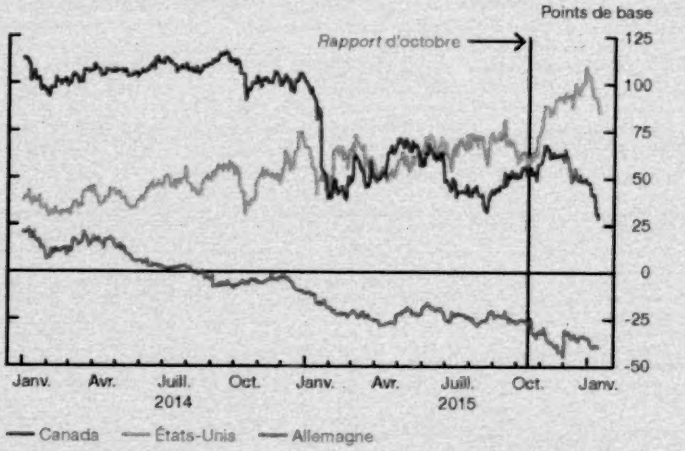
Nota : L'indice des obligations de sociétés des marchés émergents se compose à 49 % d'obligations de bonne qualité et à 51 % d'obligations à rendement élevé.

Source : Bank of America Merrill Lynch

Dernière observation : 15 janvier 2016

Graphique 7 : Les taux à court terme ont divergé

Rendements des obligations d'État à deux ans, données quotidiennes

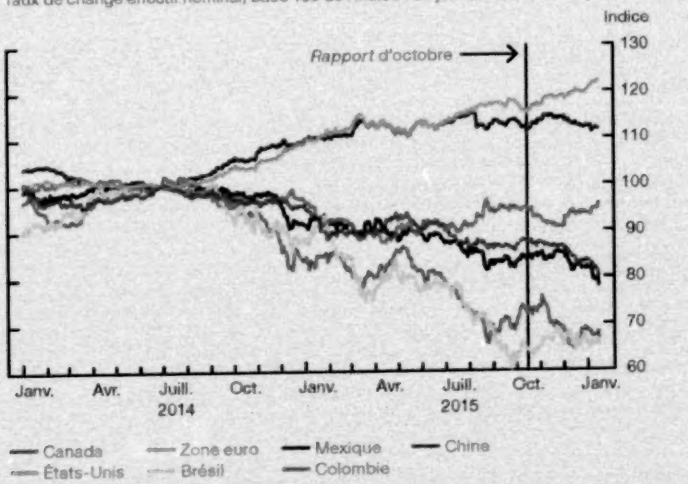


Source : Bloomberg

Dernière observation : 15 janvier 2016

Graphique 8 : Le dollar américain continue de s'apprécier

Taux de change effectif nominal; base 100 de l'indice : 30 juin 2014, données quotidiennes



Source : J.P. Morgan par l'intermédiaire de Haver Analytics

Dernière observation : 15 janvier 2016

Compte tenu de la robustesse relative de l'économie des États-Unis, le dollar américain s'est apprécié par rapport à la plupart des monnaies (**Graphique 8**). La vigueur du dollar américain, conjuguée au recul des prix des produits de base, a entraîné une dépréciation du dollar canadien depuis octobre. Par convention, la Banque prend pour hypothèse que le dollar canadien se situera, durant la période de projection, près du niveau moyen observé récemment, en l'occurrence 72 cents, comparativement au niveau de 76 cents postulé en octobre.

L'économie canadienne

L'inflation au Canada évolue essentiellement comme prévu. L'inflation mesurée par l'IPC global reste près de la limite inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque, les pressions à la baisse qu'exerce la diminution des prix des produits énergétiques de consommation n'étant compensées qu'en partie par l'impulsion passagère due à la transmission de la dépréciation du taux de change aux prix des biens de consommation. La plupart des mesures de l'inflation fondamentale que suit la Banque demeurent près de 2 %, les incidences positives de la transmission et les effets désinflationnistes de la marge de capacités excédentaires présente au sein de l'économie se faisant essentiellement contrepoids.

L'activité économique au Canada a été plus faible ces derniers mois qu'on ne l'avait escompté dans le *Rapport* d'octobre, surtout en raison de la diminution des prix des produits de base. La baisse des termes de l'échange du pays et la dépréciation du dollar canadien depuis un an et demi ont déclenché un processus d'ajustement complexe, qui consiste en d'importants déplacements de l'activité économique et en une redistribution marquée de la main-d'œuvre et du capital appelés à se poursuivre au cours des prochaines années (**Encadré 1**). Dans les premières phases de ce processus, l'économie canadienne a suivi deux trajectoires : dans le secteur des ressources, les investissements diminuent en réaction à la forte chute des prix des produits de base, les pertes d'emplois ont été marquées et la production a été réduite. L'activité dans le secteur hors resscurces, en revanche, s'est montrée relativement solide et devrait constituer la principale source de croissance dans la période à venir. La réorientation de l'économie canadienne vers le secteur hors ressources se trouve facilitée par la reprise en cours aux États-Unis, la dépréciation du dollar canadien ainsi que les conditions monétaires et financières expansionnistes.

L'emploi national s'est avéré résilient face aux pertes d'emplois subies par le secteur des ressources. Cette résilience, conjuguée aux bas coûts d'emprunt des ménages, a favorisé les dépenses de ces derniers et ainsi soutenu la demande globale au Canada. Bien que les vulnérabilités dans le secteur des ménages continuent à s'accentuer légèrement, les risques entourant la stabilité financière restent essentiellement inchangés.

Encadré 1

Le processus long et complexe d'ajustement de l'économie canadienne à la baisse des termes de l'échange se poursuit

La chute des cours des produits de base depuis le milieu de l'année 2014, conjuguée aux attentes de maintien de ces cours à de bas niveaux, a été un facteur déterminant de l'évolution de l'économie canadienne (**Graphique1**, page 1) et a enclenché un processus long et complexe d'ajustement. Le déroulement de ce processus, les mécanismes qu'il met en jeu et ses dimensions régionales sont décrits dans le présent encadré. Le caractère structurel de cet ajustement a des implications pour la capacité de production à long terme du secteur des ressources et des autres secteurs économiques et se traduira à long terme par une réduction de la part des ressources dans l'économie et par une hausse de la part de la production hors ressources.

L'ajustement s'opère par le truchement de deux principaux mécanismes de transmission à l'activité économique, qui diffèrent par leurs effets, leur profil d'évolution et leur ampleur[1]. Le premier, la restructuration du secteur des ressources, a précédé les autres ajustements et a tout de suite commencé à limiter la production potentielle dans ce secteur. Le secteur des produits de base s'est rapidement contracté, ce qui s'est soldé par une réduction notable des investissements et de l'emploi, et les effets de ce processus sur le niveau du PIB devraient culminer à la mi-2016 environ. Certains de ces ajustements transparaissent dans les données sur la création d'entreprises. Bien que la croissance en glissement annuel du nombre de firmes au sein de l'économie se soit orientée graduellement à la hausse depuis la fin de 2012, elle s'est affaiblie au cours des derniers trimestres, en particulier dans les industries de l'extraction minière, de l'exploitation en carrière et de l'extraction de pétrole et de gaz.

Le second grand mécanisme d'ajustement fait intervenir les effets de la détérioration des termes de l'échange sur le revenu réel dans l'ensemble de l'économie : la diminution de la richesse et du revenu intérieur réel a freiné les dépenses des ménages et les investissements dans le secteur hors ressources. Les effets associés à ce mécanisme ont mis un certain temps à se manifester et devraient atteindre leur sommet beaucoup plus tard, vers la fin de 2017.

Parallèlement, la redistribution des ressources productives vers le secteur hors ressources, facilitée par la baisse du taux de change, concourt à la reconstitution graduelle des capacités dans ce secteur. L'action de ce facteur de soutien de la production potentielle s'exerce toutefois avec un certain décalage par rapport à l'incidence négative des évolutions dans le secteur des ressources. Le rythme du réaménagement dans le secteur hors ressources est aussi plus incertain que celui associé au secteur des ressources. En particulier, ce processus d'ajustement pourrait être long et se poursuivre bien au-delà de l'horizon de projection.

Les ajustements en cours au sein de l'économie supposent une importante redistribution des ressources entre les secteurs et les régions. Bien que les ajustements en soient encore à un stade précoce, on observe des signes que la redistribution de la main-d'œuvre et du capital s'est amorcée.

À cet égard, il est ressorti des réponses recueillies lors de l'enquête réalisée cet hiver par la Banque sur les perspectives des entreprises que les pressions sur la capacité de production se sont atténuées au second semestre de 2015, en particulier dans les Prairies. Le fait aussi que les entreprises tournées vers le marché intérieur aient été plus nombreuses que les firmes exportatrices (hors produits de base) à disposer de capacités excédentaires témoigne des répercussions importantes de l'évolution dans le secteur des ressources sur le reste de l'économie.

Du côté de l'offre de main-d'œuvre, le solde migratoire interprovincial de l'Alberta a atteint au troisième trimestre de 2015 son plus bas niveau depuis 2010. Les entrants ont été moins nombreux, surtout ceux en provenance de l'Ontario et des provinces de l'Atlantique, et plus d'Albertains se sont établis en Colombie-Britannique. Dans le même temps, l'Ontario a enregistré son solde migratoire interprovincial le plus élevé depuis 2002. Pour ce qui est de l'équilibre entre l'offre et la demande, le ratio chômeurs-emplois vacants a fortement augmenté dans les provinces productrices d'énergie depuis l'automne de 2014, alors que ce même ratio est demeuré relativement stable au cours des derniers trimestres dans le reste du Canada (**Graphique1-A**).

Tandis que les indicateurs de la Banque traduisent une amélioration du marché du travail de la Colombie-Britannique, de l'Ontario, du Québec et du Nouveau-Brunswick depuis environ un an, ces mêmes indicateurs vont dans le sens d'une détérioration de ce marché dans les provinces productrices d'énergie, soit l'Alberta, la Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador[2]. De fait, l'emploi hors provinces

(suite à la page suivante)

1 Pour en savoir plus, voir J. Champagne, N. Perevalov, H. Pioro, D. Brouillette et A. Agopsowicz (2016), *The Complex Adjustment of the Canadian Economy to Lower Commodity Prices*, note analytique du personnel n° 2016-1, Banque du Canada.

2 Pour en savoir plus, voir A. Fritsche et K. Ragan (2016), *Extending the Labour Market Indicator to the Canadian Provinces*, document d'analyse du personnel n° 2016-2, Banque du Canada.

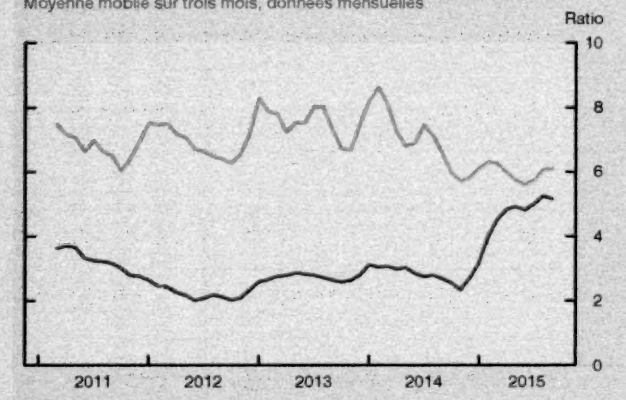
Encadré 1 (*suite*)

productrices d'énergie a continué de croître en 2015, mais s'est inscrit en net recul dans les provinces productrices (**Graphique 1-B**). Les dépenses des ménages au pays reflètent les différences de situation du marché du travail entre les régions (**Tableau 1-A**). De même, bien que les principaux indicateurs de l'ensemble du marché canadien du logement soient orientés à la hausse, les marchés régionaux suivent encore des trajectoires différentes, l'évolution du marché national selon trois trajectoires continuant de caractériser ce secteur[3].

3 Pour en savoir plus, voir l'analyse présentée dans la livraison de décembre 2015 de la *Revue du système financier* (page 16).

Graphique 1-A : Le ratio chômeurs-postes vacants s'est fortement accru dans les provinces productrices d'énergie

Moyenne mobile sur trois mois, données mensuelles

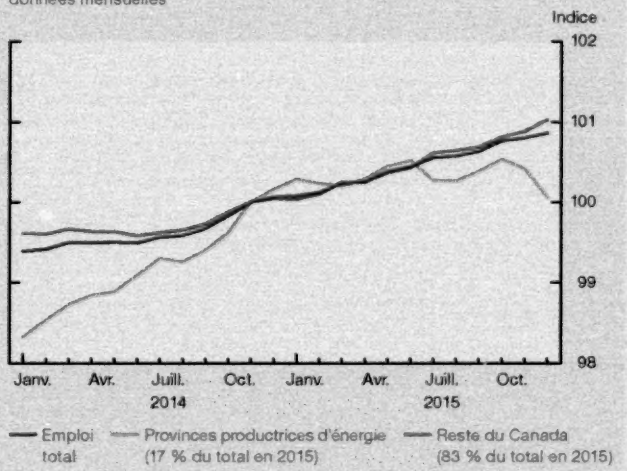


Nota : Les provinces productrices d'énergie sont l'Alberta, la Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : septembre 2015

Graphique 1-B : Les gains enregistrés au chapitre de l'emploi sont appréciables, malgré les pertes d'emploi subies dans les provinces productrices d'énergie

Moyenne mobile sur trois mois; base 100 de l'indice : novembre 2014, données mensuelles



Nota : Les provinces productrices d'énergie sont l'Alberta, la Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : décembre 2015

Tableau 1-A : Variation des indicateurs économiques depuis novembre 2014

	Variation	Échelle nationale	Provinces productrices d'énergie[a]	Reste du Canada
Taux d'emploi (Enquête sur la population active)[b]	%	0,8	-0,4	1,1
Taux de chômage[b]	points de pourcentage	0,4	2,5	0,0
Prestataires d'assurance-emploi[c]	%	0,7	31,6	-4,7
Ventes au détail (valeurs nominales)[c]	%	1,2	-4,3	2,7
Ventes de véhicules automobiles[d]	%	6,5	-10,2	10,6
Prix de revente moyen des logements[b]	%	11,5	-4,0	13,4
Reventes de logements[b]	%	5,3	-23,6	11,8
Mises en chantier[b]	%	-10,5	-32,8	-3,0
Ventes en gros (valeurs nominales)[c]	%	2,1	-8,3	4,4

a. Alberta, Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador
b. Dernière observation : décembre 2015
c. Dernière observation : octobre 2015
d. Dernière observation : novembre 2015

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
En points de pourcentage[a, b]

	2014	2015	2016	2017
Consommation	1,4 (1,5)	1,1 (1,2)	1,0 (1,1)	1,1 (1,0)
Logement	0,2 (0,2)	0,3 (0,3)	0,1 (0,0)	0,0 (0,0)
Administrations publiques	0,1 (-0,1)	0,3 (0,2)	0,2 (0,1)	0,3 (0,2)
Investissements fixes des entreprises	-0,1 (0,0)	-1,0 (-0,9)	-0,5 (-0,2)	0,5 (0,7)
Total partiel : demande intérieure finale	1,7 (1,6)	0,7 (0,8)	0,8 (1,0)	1,9 (1,9)
Exportations	1,6 (1,7)	0,9 (0,9)	0,9 (1,7)	1,7 (1,7)
Importations	-0,5 (-0,5)	0,0 (-0,3)	0,5 (-0,6)	-1,3 (-1,1)
Total partiel : exportations nettes	1,1 (1,1)	0,9 (0,6)	1,4 (1,1)	0,4 (0,6)
Stocks	-0,3 (-0,3)	-0,4 (-0,3)	-0,8 (-0,1)	0,1 (0,0)
PIB	2,5 (2,4)	1,2 (1,1)	1,4 (2,0)	2,4 (2,5)
Pour mémoire :				
Fourchette de la production potentielle	de 2,0 à 2,2 (de 2,0 à 2,2)	de 1,6 à 2,0 (de 1,6 à 2,0)	de 1,4 à 2,2 (de 1,4 à 2,2)	de 1,3 à 2,3 (de 1,3 à 2,3)
Revenu intérieur brut réel	2,0 (2,0)	-1,2 (-1,2)	-0,2 (1,2)	2,4 (2,5)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne[a, b]
Taux de variation en glissement annuel

	2015		2016		2014	2015	2016	2017
	T3	T4	T1	T2	T4	T4	T4	T4
IPC global	1,2 (1,2)	1,4 (1,4)	1,5 (1,6)	1,1 (1,5)	2,0 (2,0)	1,4 (1,4)	1,4 (1,6)	1,9 (2,0)
Indice de référence (IPCX)	2,2 (2,2)	2,0 (2,1)	2,0 (2,1)	2,0 (2,1)	2,2 (2,2)	2,0 (2,1)	2,0 (2,0)	1,9 (2,0)
PIB réel	1,2 (0,8)	0,3 (0,7)	0,8 (1,4)	1,4 (2,1)	2,4 (2,5)	0,3 (0,7)	1,9 (2,5)	2,5 (2,2)
Taux de variation trimestriel annualisé	2,3 (2,5)	0,0 (1,5)	1,0 (2,0)	2,2 (2,5)				

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*. Les hypothèses relatives aux prix du pétrole brut se fondent sur la moyenne des récents cours au comptant.
b. Par convention, la Banque publie dans ce tableau les dernières données trimestrielles historiques et les données des trois trimestres suivants, qui font l'objet d'un suivi et de prévisions, ainsi que les projections en glissement annuel au quatrième trimestre concernant la croissance du PIB réel et l'inflation à plus long terme.

Le rythme d'expansion du PIB réel devrait se raffermir graduellement durant la période de projection, pour atteindre, en glissement annuel au quatrième trimestre, environ 2 % en 2016 et quelque 2 1/2 % en 2017 (**Tableau 2** et **Tableau 3**). La Banque a revu à la baisse sa projection relative à l'activité sur la période 2016-2017 par suite de la nouvelle chute des prix des produits de base et du léger affaiblissement de la demande d'exportations canadiennes hors produits de base. Ce profil de croissance reflète l'ajustement en train de s'opérer, la contraction dans le secteur des ressources allant en diminuant et l'activité économique dans le secteur hors ressources gagnant en vigueur. Étant donné l'ampleur et la longue durée de l'ajustement structurel en cours, les perspectives concernant tant la demande globale que la production potentielle sont entachées d'une forte incertitude. La Banque juge que la croissance de la production potentielle s'inscrit dans le bas de la fourchette d'estimations qu'elle a présentée dans la livraison d'avril 2015 du *Rapport*. Compte tenu de ce revers pour l'économie, la Banque prévoit maintenant dans son scénario de référence que l'écart de production se résorbera plus

tard qu'escompté en octobre, soit vers la fin de 2017. Cependant, la Banque n'a pas encore pris en compte dans sa projection l'incidence des mesures budgétaires attendues dans le prochain budget fédéral.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se maintenir bien en deçà de 2 % tout au long de 2016. En effet, les pressions à la baisse exercées par la faible inflation des prix des produits énergétiques de consommation en glissement annuel et la marge persistante de capacités excédentaires dans l'économie devraient plus que compenser les pressions à la hausse engendrées par la transmission de la dépréciation du taux de change sur les prix des biens de consommation (**Tableau 3**). Tant le taux d'accroissement de l'IPC global que celui de l'indice de référence (IPCX) devraient avoisiner 2 % en 2017, une fois que se seront dissipés les effets temporaires sur l'inflation de la baisse des prix de l'essence et de la transmission des variations du taux de change et que diminueront les incidences désinflationnistes de la marge subsistante de capacités excédentaires.

L'inflation s'est située au-dessous de 2 %, comme prévu

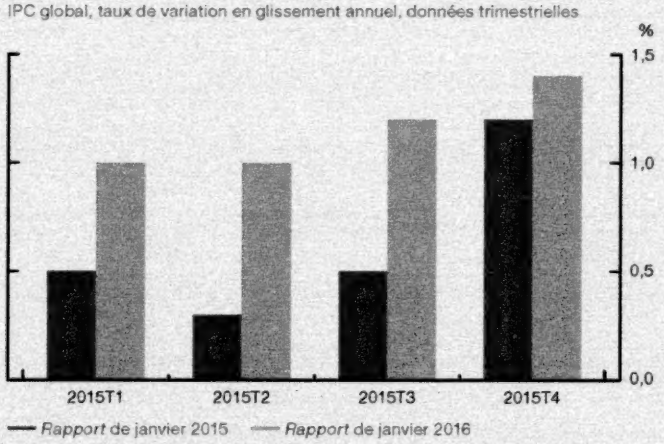
L'inflation mesurée par l'IPC global a légèrement augmenté au second semestre de 2015, mais reste près de la limite inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque, la brusque chute des prix des produits énergétiques de consommation demeurant la principale source de pressions désinflationnistes. Parallèlement, la dépréciation passée du dollar canadien a exercé des pressions à la hausse temporaires sur les prix de nombreux biens de consommation importés au pays. Les effets de la transmission des variations du taux de change sont particulièrement prononcés dans le cas des prix des fruits et légumes, ainsi que de ceux des biens intégrés à l'indice de référence tels que les appareils électroménagers, les vêtements, le matériel de lecture et certains autres produits alimentaires. Outre ces facteurs transitoires, la marge de capacités excédentaires dans l'économie canadienne est demeurée une source de pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'IPC global.

En 2015, malgré les révisions à la baisse apportées aux prévisions de croissance du PIB réel, l'inflation mesurée par l'IPC global a été plus élevée qu'escompté (**Graphique 9**). Cette situation tient à deux grands facteurs : le dollar canadien s'est déprécié par rapport aux niveaux postulés précédemment, et les prix de l'essence se sont révélés plus fermes qu'anticipé. Bien que les prix de l'essence se soient repliés, ils ne l'ont pas fait autant que la diminution des cours du pétrole brut le laisserait supposer, à la lumière des données historiques (**Graphique 10**). Par exemple, si les prix de l'essence avaient suivi plus étroitement l'évolution des cours pétroliers, le niveau de l'IPC global aurait été de 0,6 % inférieur en novembre 2015. De plus, le taux de croissance décevant du PIB réel s'est accompagné d'une révision à la baisse de l'évaluation de la production potentielle, ce qui explique que les estimations de la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie sont restées globalement les mêmes.

La plupart des mesures de l'inflation fondamentale se maintiennent à l'intérieur d'une fourchette étroite située près de 2 % (**Graphique 11**). Compte tenu de la marge persistante de capacités excédentaires dans l'économie, ces mesures seraient plus basses sans l'incidence de la transmission des variations du taux de change. Par exemple, on estime que cette incidence a contribué de 0,5 à 0,7 point de pourcentage environ à l'inflation mesurée par l'indice de référence au quatrième trimestre de 2015, cet apport étant toutefois un peu moindre pour ce qui est des autres mesures de l'inflation fondamentale.

Graphique 9 : L'inflation a été plus élevée que prévu au cours de 2015

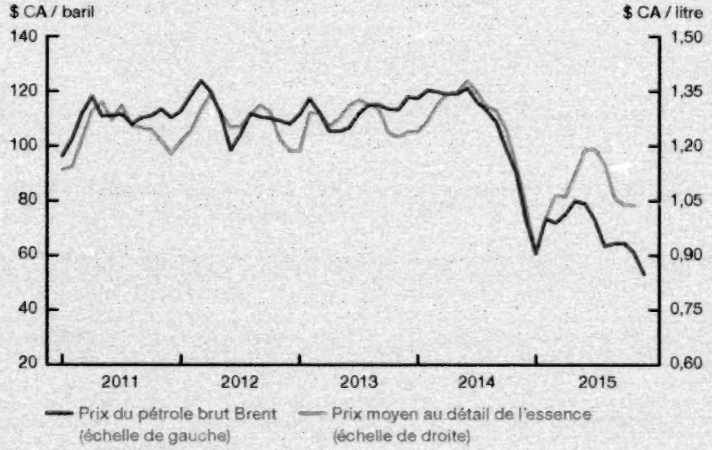
IPC global, taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Graphique 10 : Les prix de l'essence demeurent élevés par rapport aux prix du pétrole

Données mensuelles

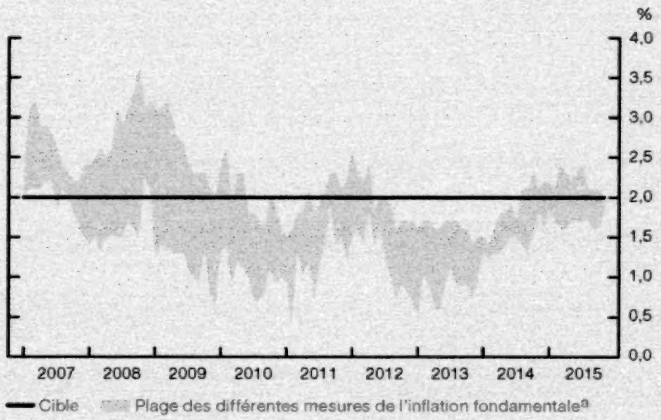


Sources : Statistique Canada et Haver Analytics

Dernières observations : novembre 2015 (prix moyen au détail de l'essence) et décembre 2015 (prix du pétrole brut Brent)

Graphique 11 : La plupart des mesures de l'inflation fondamentale se maintiennent près de 2 %

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



a. Ces mesures sont l'IPCX; MOYET; la médiane pondérée; l'IPCP; l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects; et la composante commune. Pour les définitions, voir Statistiques>Indicateurs>Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada>Inflation dans le site Web de la Banque du Canada.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : novembre 2015

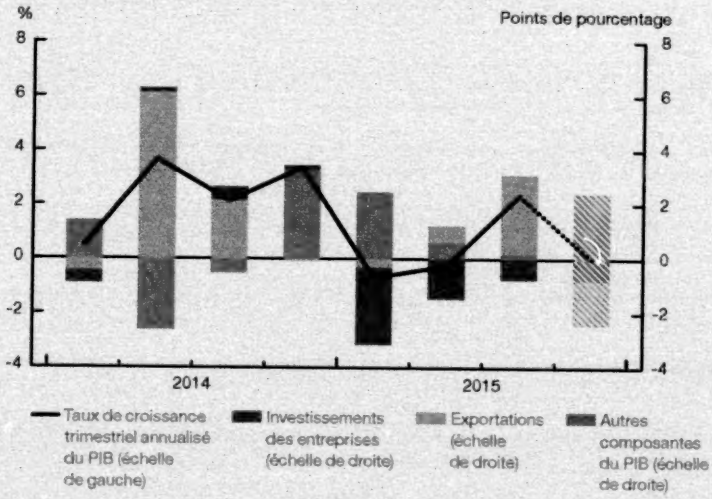
Après avoir rebondi au troisième trimestre, la croissance du PIB réel a vraisemblablement stagné au quatrième trimestre...

L'activité économique au Canada a rebondi comme prévu au troisième trimestre de 2015, malgré une nouvelle baisse des prix du pétrole et des investissements dans le secteur pétrolier et gazier (**Graphique 12**). Le secteur hors ressources a poursuivi sa progression, grâce au renforcement graduel de l'économie américaine, à la dépréciation passée du dollar canadien et aux conditions financières expansionnistes, ainsi qu'à certains facteurs temporaires (**Graphique 13**). La croissance des exportations s'est considérablement raffermie, en particulier dans le cas des exportations hors produits de base, du fait notamment d'un essor à court terme associé à la reprise complète de la production de véhicules automobiles dans les usines ayant fermé à des fins de réoutillage au premier semestre de 2015. Les dépenses des ménages se sont accrues de façon modeste, à la faveur de la résilience de l'emploi à l'extérieur du secteur des ressources et de l'impulsion passagère liée aux versements rétroactifs de la prestation universelle pour la garde d'enfants.

La Banque estime maintenant que la croissance du PIB réel a stagné au quatrième trimestre de 2015, ce qui s'est traduit par un ralentissement plus marqué que prévu précédemment. Trois facteurs principaux expliquent cette révision à la baisse. Premièrement, compte tenu des importants liens de la chaîne d'approvisionnement entre le Canada et les États-Unis (par exemple, dans le secteur du pétrole et du gaz), la production industrielle plus faible qu'escompté aux États-Unis a probablement pesé sur les exportations canadiennes. Deuxièmement, dans le contexte de la baisse des prix des produits de base, les investissements des entreprises se sont contractés davantage qu'on ne l'avait envisagé. Troisièmement, un certain nombre de facteurs temporaires inattendus, dont les grèves dans le secteur public au Québec et les interruptions à court terme dans le secteur minier, ont freiné l'activité économique.

Graphique 12 : La croissance du PIB réel a probablement stagné au quatrième trimestre

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles

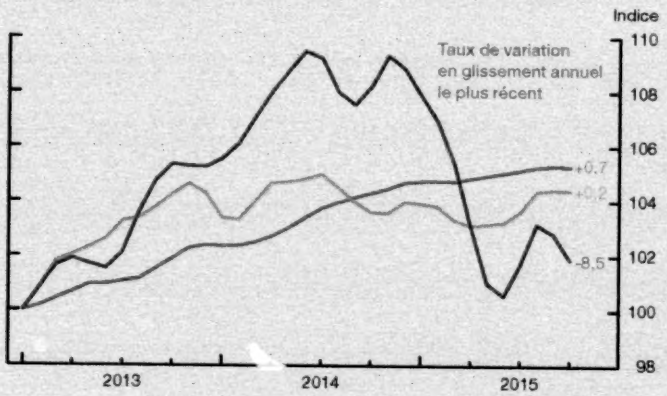


Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2015T4

Graphique 13 : L'évolution de la production suit des trajectoires différentes selon les secteurs

Moyenne mobile sur trois mois; base 100 de l'indice : janvier 2013, données mensuelles



Nota : Les branches d'activité liées au pétrole et au gaz dans le secteur des ressources sont les suivantes : extraction, activités de soutien et travaux de génie. Dans le secteur des ressources, les branches d'activité liées aux produits de base non énergétiques comprennent notamment l'agriculture, la foresterie, la pêche et la chasse, l'extraction minière et l'exploitation en carrière, la fabrication de produits en bois, la fabrication de produits minéraux non métalliques, la première transformation des métaux, la fabrication de produits métalliques, la fabrication du papier, la fabrication de produits chimiques (exception faite des produits pharmaceutiques) et la fabrication de produits en caoutchouc et en plastique. Les secteurs de la fabrication de produits pharmaceutiques, de la fabrication d'aliments et de l'impression sont exclus de ce calcul, puisqu'ils concernent des biens de consommation.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : octobre 2015

... et la marge de capacités excédentaires présente au sein de l'économie a augmenté

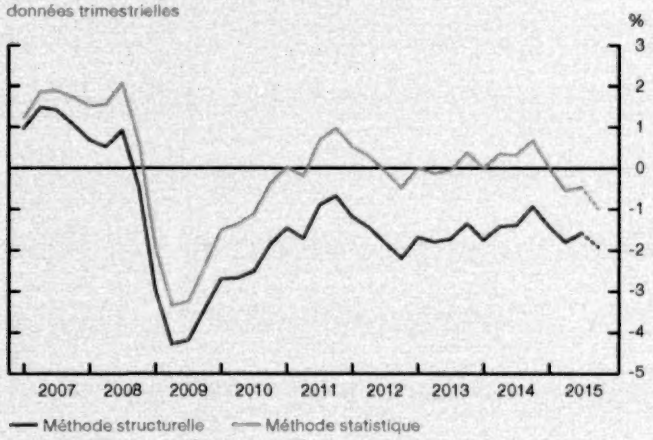
Les deux mesures dont se sert la Banque pour estimer l'écart de production, soit les méthodes structurelle et statistique, font état d'une marge notable et croissante de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne sur l'ensemble de l'année 2015 (**Graphique 14**)[1].

Les données sur le marché du travail indiquent également une marge persistante de ressources inutilisées, et l'on observe peu de signes de pressions sur les salaires. De même, d'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises publiés cet hiver, la proportion de pénuries de main-d'œuvre reste faible et leur intensité continue d'évoluer à la baisse. Compte tenu de l'ampleur du choc des prix des produits de base, le marché canadien du travail a fait relativement bonne figure : l'emploi total a affiché une solide croissance en 2015, les gains enregistrés à l'extérieur du secteur des ressources ayant plus que compensé les pertes subies par celui des ressources; la proportion du travail à temps partiel involontaire a nettement régressé; et la durée des périodes de chômage a elle aussi diminué (**Graphique 15**).

Le taux de chômage s'est toutefois accru, pour atteindre 7,1 %. Si les gains nets réalisés au chapitre de l'emploi au cours de la dernière année l'ont surtout été parmi les postes à temps plein, bon nombre de ceux-ci s'inscrivaient dans la catégorie du travail autonome, une évolution associée historiquement à une faible activité économique. Ces indicateurs nationaux sont tributaires des tendances divergentes observées entre les provinces productrices d'énergie et le reste du pays, notamment la dégradation rapide des conditions du marché du travail en Alberta, comme en fait foi

Graphique 14 : La marge de capacités excédentaires présente au sein de l'économie canadienne a augmenté

Écart en pourcentage entre le PIB réel et la production potentielle, données trimestrielles



Nota : Pour le quatrième trimestre de 2015, la valeur estimée de l'écart se fonde sur un niveau de production inchangé. Pour les définitions des deux séries utilisées dans le graphique, voir Statistiques>Indicateurs> Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada dans le site Web de la Banque du Canada.

Source : Banque du Canada

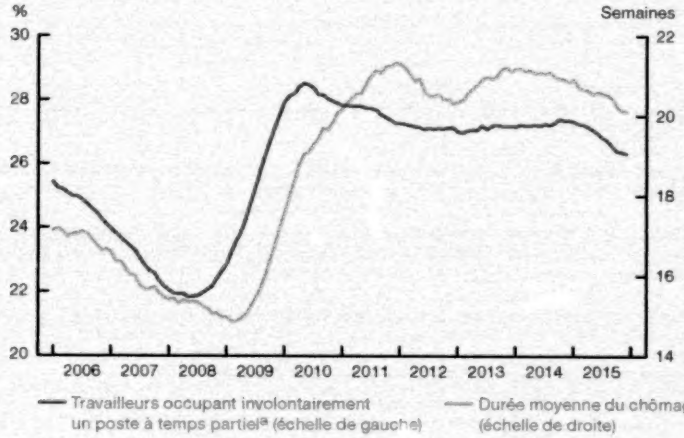
Dernière valeur du graphique : 2015T4

1 Compte tenu de la révision exhaustive du Système des comptes macroéconomiques du Canada effectuée l'an dernier, le niveau du PIB réel était d'environ 0,2 % plus élevé et celui du PIB potentiel de quelque 0,3 % plus bas au troisième trimestre de 2015 comparativement à ce qui avait été indiqué dans le *Rapport* d'octobre.

la vive augmentation du taux de chômage et du nombre de demandes d'assurance-emploi dans cette province. De plus, le rythme de croissance de l'emploi à la fin de 2015 a été plus modeste que le chiffre relativement élevé enregistré au premier semestre de l'année, ce qui porte à croire que les conditions du marché du travail pourraient être en train de s'affaiblir, en partie du fait que les répercussions de l'évolution du secteur des ressources pèsent de plus en plus sur le reste de l'économie (**Graphique 16**).

Graphique 15 : Le travail à temps partiel involontaire et la durée du chômage ont diminué

Moyenne mobile sur douze mois, données mensuelles



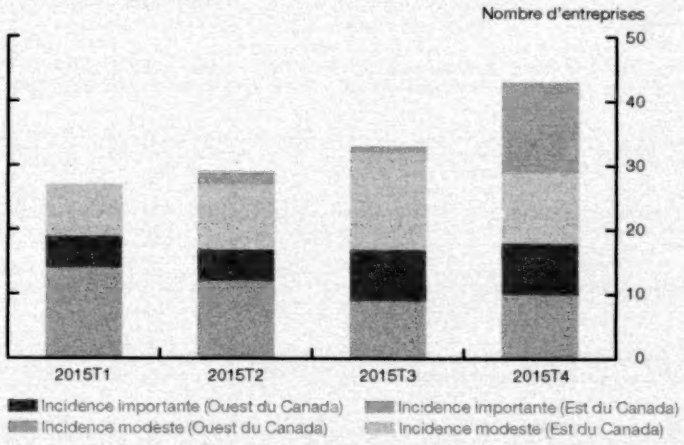
a. En pourcentage du nombre total de travailleurs à temps partiel; données non désaisonnalisées

b. En nombre de semaines; données non désaisonnalisées

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : décembre 2015

Graphique 16 : Les effets négatifs de la chute des prix du pétrole se sont graduellement répandus au-delà de l'Ouest canadien, pour atteindre l'ensemble des régions et des secteurs

Nombre d'entreprises qui disent subir les effets négatifs indirects du choc des prix du pétrole, par région, en 2015



Nota : Réponses à la question relative aux effets négatifs indirects du choc des prix du pétrole, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises

Source : Banque du Canada

Globalement, la Banque juge que la marge de capacités excédentaires est demeurée notable au quatrième trimestre de 2015, soit entre 3/4 et 1 3/4 %[2].

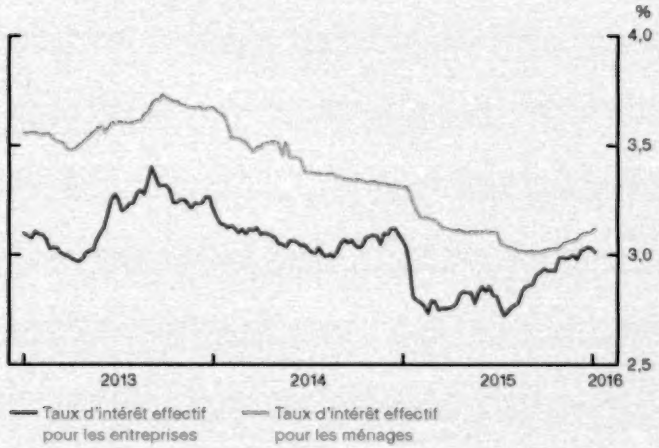
Les conditions financières expansionnistes facilitent les ajustements en cours

Les conditions financières pour les ménages et les entreprises au Canada demeurent fortement expansionnistes (**Graphique 17**). Les réductions du taux directeur de la Banque opérées en janvier et juillet 2015 ont contribué à ces conditions de manière importante. Par exemple, les rendements des obligations du gouvernement du Canada à cinq ans sont aujourd'hui inférieurs de quelque 80 points de base à leur niveau moyen enregistré en décembre 2014. Les coûts de financement des banques se sont toutefois inscrits en légère hausse plus récemment, ce qui a incité certaines institutions financières à relever leurs taux hypothécaires d'environ 5 à 15 points de base. En conséquence, les taux d'emprunt effectifs des ménages, bien qu'encore bas, ont augmenté légèrement depuis octobre.

Quoique la croissance du crédit aux entreprises ait continué de se modérer ces derniers mois, la plupart des répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises réalisée cet hiver par la Banque indiquent toujours qu'il est facile ou relativement facile d'obtenir du crédit. Les écarts de crédit relatifs aux obligations à rendement élevé se sont creusés, ce qui reflète une intensification de la volatilité des marchés et un déclin des valorisations des actifs plus risqués à l'échelle du globe. En particulier, les émetteurs d'obligations de sociétés dans les secteurs de l'énergie et des ressources doivent composer avec des coûts d'emprunt accrus et des conditions de crédit plus restrictives, selon les réponses recueillies dans le cadre de l'enquête de la Banque auprès des responsables du crédit pour le quatrième trimestre de 2015.

Graphique 17 : Les taux d'emprunt demeurent très bas, bien qu'ils aient augmenté au cours des derniers mois

Données hebdomadaires



Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, voir Statistiques>Conditions du crédit>Conditions financières dans le site Web de la Banque du Canada.

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 15 janvier 2016

2 La projection est établie autour d'un écart de production estimatif de -1,3 % pour le quatrième trimestre de 2015, contre l'hypothèse d'un écart de -1,4 % pour le troisième trimestre formulée en octobre. Cette évolution intègre à la fois la révision à la baisse de l'estimation de la croissance du PIB réel au quatrième trimestre de 2015 et la révision exhaustive du Système des comptes macroéconomiques du Canada effectuée l'an dernier.

La baisse des prix des produits de base déprime l'activité dans le secteur des ressources

Les cours du pétrole et d'autres produits de base ont fléchi depuis octobre, et l'incertitude quant à leur évolution reste prononcée. Les firmes du secteur pétrolier et gazier ont donc de nouveau revu à la baisse leurs projets de dépenses en immobilisations, une possibilité mise en lumière dans le *Rapport* d'octobre (**Encadré 2**). La moindre rentabilité et la forte chute des dépenses en immobilisations dans ce secteur réduiront encore plus, à moyen terme, la production et les exportations d'énergie. De même, dans le secteur des produits de base non énergétiques, on s'attend à ce que la baisse des prix et les problèmes de compétitivité brident davantage l'activité minière. Ainsi, la faiblesse des exportations et des investissements dans le secteur des ressources sera plus marquée et durable qu'escompté auparavant.

Il importe de souligner que, pour de nombreux producteurs, les cours du pétrole postulés à l'heure actuelle s'approchent des prix assurant l'atteinte du seuil de rentabilité selon la comptabilité de trésorerie (c'est-à-dire les coûts variables moyens). Par conséquent, les mouvements des cours pétroliers font peser plus de risques à la baisse qu'à la hausse sur la production et les investissements. Des firmes ont indiqué que si les prix du pétrole devaient encore chuter, des effets de seuil se feraient sentir. Si ces prix connaissaient, durablement, une augmentation donnée, cela pourrait ne pas avoir d'incidence appréciable sur les décisions d'investissement et de production des entreprises. Toutefois, une diminution soutenue du même ordre pourrait contraindre certaines entreprises à cesser leurs activités, ce qui entraînerait des réductions marquées de la production, des investissements et de l'emploi, et laisserait anticiper davantage de regroupements au sein du secteur.

Les exportations hors produits de base sensibles aux mouvements du taux de change devraient afficher une tenue supérieure...

La dépréciation passée du dollar canadien contribue à améliorer la compétitivité des prix des exportations canadiennes, ainsi que des biens et services concurrencés par les importations, quoique les monnaies d'autres économies concurrentes productrices de matières premières, comme l'Australie, le Mexique, le Chili et le Brésil, aient également perdu de la valeur par rapport au dollar américain[3]. Les exportations hors produits de base seront aussi soutenues par la progression continue de la demande étrangère.

La croissance des exportations de biens hors produits de base a été portée par des composantes sensibles aux mouvements du dollar canadien, environ les deux tiers desquelles sont sur un élan positif et affichent une tenue supérieure à celle des composantes moins sensibles aux variations des cours de change.

Bien que l'expansion des exportations hors énergie ait ralenti à la fin de 2015, de nombreuses sous-catégories d'exportations de produits de base non énergétiques et de biens hors produits de base — par exemple,

3 Une nouvelle mesure du taux de change effectif réel, qui prend mieux en compte les implications de la concurrence des pays tiers dans les marchés extérieurs, est présentée dans R. Barnett, K. Charbonneau et G. Poulin-Bellisle (2016), *A New Measure of the Canadian Effective Exchange Rate*, document d'analyse du personnel n° 2016-1, Banque du Canada.

Encadré 2

Secteur pétrolier et gazier : le point de vue des acteurs

Le secteur pétrolier et gazier canadien continue de subir un ajustement difficile en raison de la baisse constante des cours du pétrole et du gaz naturel.

Les prix à court terme anticipés par les entreprises continuent à baisser, de pair avec le cours du West Texas Intermediate (WTI). Il ressort des entretiens réalisés auprès des entreprises du secteur de l'énergie en septembre et octobre qu'un cours de 45 dollars américains le baril de WTI était considéré comme un prix plancher. Les cours ont toutefois reculé depuis, pour passer sous la barre des 35 dollars américains le baril, ce qui a une fois de plus poussé nombre de ces sociétés à réévaluer leurs plans. En 2015, beaucoup de producteurs avaient couvert à un prix relativement élevé une bonne partie de leur production. En 2016, cette part a diminué et les barils sont de surcroît couverts à des prix bien inférieurs. De plus, pensant que les cours pétroliers remonteraient, de nombreuses entreprises ont hésité à conclure des opérations de couverture lorsque le baril était à 50 dollars américains et se sont donc exposées aux incidences de la récente chute des cours. C'est particulièrement le cas des producteurs de petite et moyenne taille. Les entreprises d'exploitation des sables bitumineux dont les opérations sont intégrées bénéficiaient jusqu'alors de marges de raffinage plus élevées, mais ces dernières finiront également par se détériorer. Cela dit, les anticipations à l'égard de l'évolution des prix à moyen terme demeurent positives, surtout du fait de la réduction importante des dépenses en immobilisations à l'échelle mondiale. Les entreprises pensent en effet que cette réduction ouvrira la voie à un resserrement de l'offre et, par conséquent, à un redressement des cours.

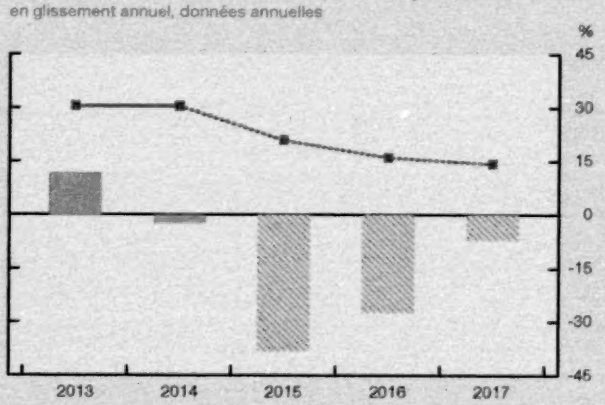
Dans ce contexte difficile, les entreprises ont diminué leurs dépenses en immobilisations de quelque 40 % en 2015. À l'occasion d'entretiens menés récemment, des entreprises du secteur de l'énergie ont indiqué qu'elles comprimeraient leurs dépenses en 2016 d'environ 25 % (au lieu de la réduction de 20 % qui était projetée en octobre pour cette année-là) si les prix du WTI devaient demeurer près de leurs niveaux actuels (**Graphique 2-A**).

Ces entreprises se sont également attachées à améliorer leur compétitivité en abaissant sensiblement leurs coûts : pour ce faire, elles ont poussé leurs fournisseurs à diminuer les prix, ont réduit des inefficiences et augmenté la productivité. Elles ont aussi fait baisser les coûts de main-d'œuvre en procédant à des licenciements et en imposant une diminution des salaires et des primes.

Il devient néanmoins de plus en plus difficile de réduire les coûts davantage. Beaucoup d'entreprises ont en effet mentionné qu'il leur est impossible, ainsi qu'à leurs fournisseurs,

Graphique 2-A : Les indications qui concernent les budgets d'immobilisation montrent que les compressions supplémentaires des dépenses devraient être importantes en 2016

Dépenses en immobilisations du secteur pétrolier et gazier, taux de variation en glissement annuel, données annuelles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

de réaliser d'autres économies ou gains de productivité appréciables à court terme. Contrairement aux producteurs de pétrole classique, les producteurs de pétrole tiré des sables bitumineux jugent ardu et onéreux de réduire leur production; du coup, certains d'entre eux poursuivent temporairement leurs opérations à perte. D'autres réductions salariales et licenciements pénibles sont à prévoir si les prix du pétrole restent aussi bas. Des changements structurels majeurs, dont la consolidation du secteur, seront par conséquent nécessaires pour que les entreprises puissent demeurer concurrentielles dans ce contexte de bas prix. Même avec des cours du baril de WTI compris entre 40 et 50 dollars américains, un grand nombre de dirigeants de sociétés du secteur de l'énergie considèrent que la configuration actuelle du secteur est intenable. Les entreprises en difficulté qui sont incapables de rester compétitives se restructureront ou quitteront le secteur, alors que les entreprises plus solides chercheront à acquérir des actifs de sociétés fragilisées et à augmenter les économies d'échelle. Parallèlement, de nouvelles entreprises adoptant des stratégies différentes et des structures de coût plus avantageuses feront leur apparition.

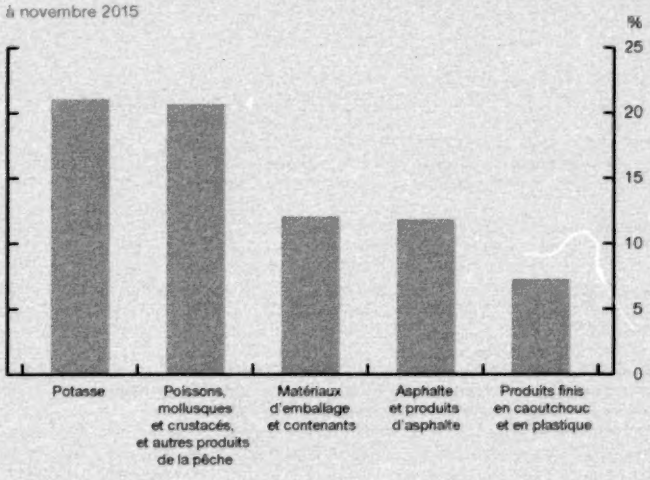
Alors que le secteur se remodèle pour composer avec les bas prix du pétrole, les ajustements structurels nécessaires demanderont des changements opérationnels plus fondamentaux et pourraient être plus profonds que les ajustements déjà difficiles effectués en 2015.

la potasse, les produits de la pêche, ainsi que les navires, les locomotives et le matériel de transport en commun rapide — ont enregistré des gains appréciables en 2015 (Graphique 18 et Graphique 19).

Dans le secteur des services, les services de voyage ont bénéficié de la dépréciation du dollar canadien et des changements dans les habitudes de déplacement qui en ont résulté. Le nombre de visiteurs étrangers s'est redressé au Canada, tandis que celui des Canadiens voyageant à l'étranger a diminué (Graphique 20).

Graphique 18 : Certaines sous-catégories d'exportations de produits de base non énergétiques ont affiché des gains considérables en 2015

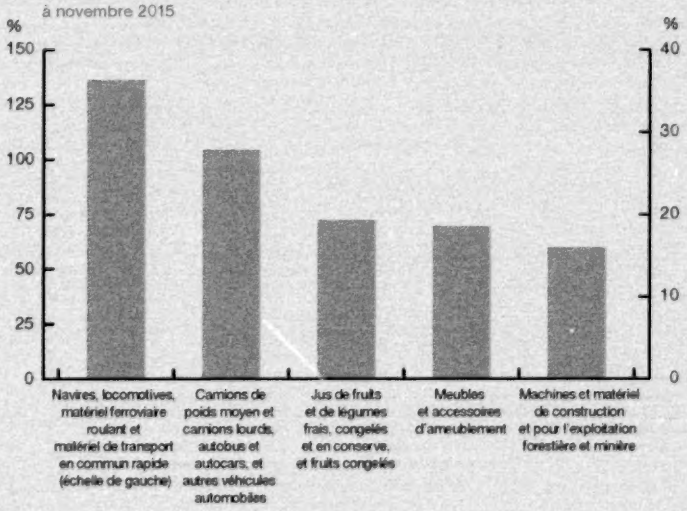
Taux de variation entre les périodes de janvier à novembre 2014 et de janvier à novembre 2015



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : novembre 2015

Graphique 19 : De même, plusieurs sous-catégories d'exportations de biens hors produits de base ont enregistré de bons résultats

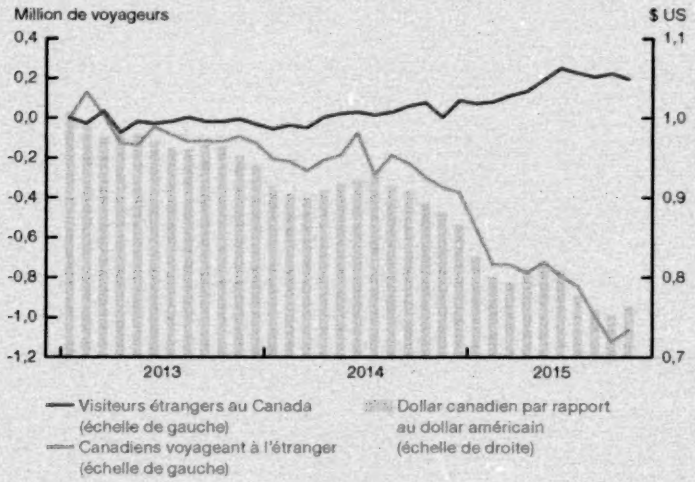
Taux de variation entre les périodes de janvier à novembre 2014 et de janvier à novembre 2015



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : novembre 2015

Graphique 20 : Les mouvements de change influent sur les voyages en provenance et en direction de l'étranger

Variation du nombre de voyageurs depuis janvier 2013, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : octobre 2015

Selon les résultats de la dernière enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque, les firmes exportatrices (hors produits de base) sont plus optimistes relativement aux perspectives de croissance de leurs ventes au cours de la prochaine année que celles qui sont davantage tournées vers le marché intérieur. Dans ce contexte, l'enquête vient encore corroborer le fait que les entreprises réorientent activement leurs efforts de vente vers les marchés extérieurs en rapide expansion et met en lumière le rôle de catalyseur joué par la baisse du dollar canadien.

... ce qui devrait soutenir un redressement des investissements des entreprises à l'extérieur du secteur des ressources

On s'attend à ce que les investissements des entreprises s'accroissent à compter du deuxième semestre de 2016, à mesure que l'effet modérateur de la réduction des dépenses dans le secteur pétrolier et gazier se dissipera (**Graphique 21**). Toutefois, la plus récente enquête sur les perspectives des entreprises indique une nouvelle détérioration des intentions d'investissement dans les Prairies, et un recul est maintenant observé dans d'autres régions aussi.

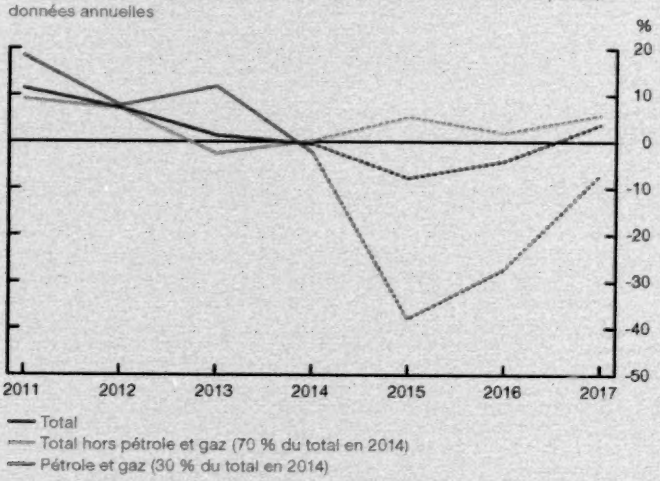
À l'extérieur du secteur des ressources, les investissements devraient augmenter graduellement, à l'instar de la hausse déjà observée aux États-Unis : un certain nombre de répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises de l'hiver estiment que la robustesse des exportations stimule les intentions d'investissement. Les intentions d'investissement des exportateurs dont les activités ne sont pas liées aux produits de base sont positives, dans l'ensemble, en raison du raffermissement de la demande étrangère et de la compétitivité accrue découlant de la baisse du dollar (**Graphique 22**)[4]. Les conditions de production devenant plus

4 Les intentions d'embauche des exportateurs dont les activités ne sont pas liées aux produits de base sont également beaucoup plus robustes que celles des exportateurs tributaires des produits de base, qui prévoient généralement réduire leurs effectifs.

concurrentielles au Canada, quelques firmes ont indiqué qu'elles envisagent de ramener la production au pays. En outre, selon les résultats de l'enquête, la baisse du dollar canadien favorise la compétitivité des entreprises tournées vers le marché intérieur. Par exemple, l'activité a augmenté dans le secteur touristique et d'autres gains sont attendus.

Graphique 21 : La chute des prix du pétrole entraîne une réduction marquée des investissements dans le secteur du pétrole et du gaz

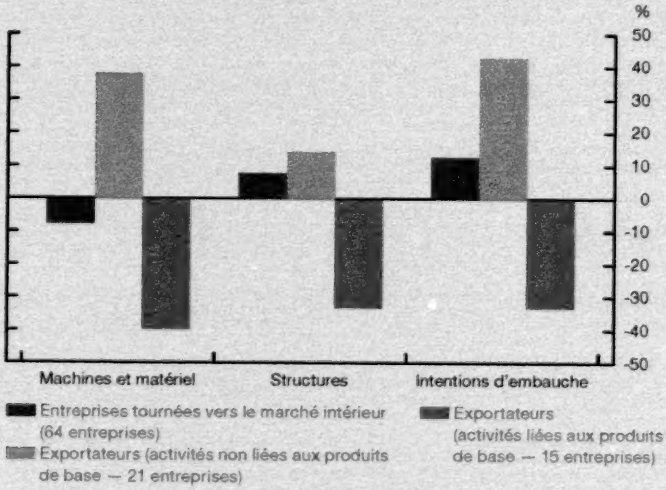
Taux de variation en glissement annuel des investissements des entreprises, données annuelles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 22 : Les exportateurs dont les activités ne sont pas liées aux produits de base ont des intentions d'investissement et d'embauche plus élevées

Solde des opinions quant aux intentions d'investissement en machines et matériel et en structures ainsi que concernant les intentions d'embauche



Nota : Réponses aux questions relatives aux intentions d'investissement et d'embauche au cours des douze prochains mois, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises

Source : Banque du Canada

L'enquête sur les perspectives des entreprises a également révélé des défis attribuables à la baisse du dollar canadien. En effet, la majorité des répondants a déclaré payer plus cher les intrants importés et les biens d'équipement, et certains prévoient, en réaction, faire affaire avec des fournisseurs canadiens plutôt qu'étrangers.

Les dépenses des ménages devraient s'accroître modérément

Les dépenses des ménages devraient continuer de progresser à un rythme modéré durant la période de projection. La perte de revenus et de richesse associée à la détérioration des termes de l'échange exercera un effet modérateur sur les dépenses. Toutefois, cet effet sera progressivement compensé par la croissance dans le secteur hors ressources, laquelle soutiendra la demande de main-d'œuvre et le revenu du travail et, par conséquent, les dépenses des ménages.

Au cours de la période de projection, la consommation devrait progresser à peu près au même rythme que le revenu disponible. Parallèlement, en raison de la dépréciation passée du dollar canadien, les habitudes de consommation au pays devraient changer en faveur des biens et services produits au pays.

Les grands indicateurs du marché canadien du logement restent élevés : la hausse annuelle des prix des logements est vigoureuse, les reventes de logements sont au-dessus de la moyenne historique et le récent rythme des mises en chantier excède la demande liée à l'évolution démographique. La robustesse des indicateurs nationaux est principalement alimentée par le haut niveau d'activité dans deux marchés : la région du Grand Toronto et Vancouver. Durant la période de projection, les divergences régionales au chapitre de l'activité dans le secteur du logement devraient graduellement s'amenuiser et la contribution de l'investissement résidentiel à la croissance du PIB réel, reculer.

Les bas taux d'intérêt et le renchérissement des logements ont entraîné une forte progression du crédit hypothécaire, ce qui a eu pour conséquence de faire augmenter, dernièrement, le taux de croissance du crédit aux ménages total, qui est passé à 5 % en glissement annuel. Malgré leur hausse récente, les taux des prêts hypothécaires et à la consommation demeurent bas, et ils devraient continuer à soutenir l'expansion du crédit hypothécaire et du crédit à la consommation. Par conséquent, le ratio total de la dette au revenu disponible affichera probablement une légère hausse à court terme.

Cependant, à mesure que l'économie reprendra de la vigueur et que les taux d'emprunt des ménages commenceront à se normaliser au cours de la période de projection, le marché du logement et l'endettement des ménages devraient se stabiliser, ce qui aidera à atténuer les disparités entre, d'une part, la progression des prix des logements et du crédit et, d'autre part, la croissance du revenu nominal des ménages.

La chute des cours des produits de base ainsi que son incidence sur les revenus et la richesse continueront d'exercer des pressions à la baisse sur les recettes de l'État. Toutefois, dans l'ensemble, la politique budgétaire au Canada devrait contribuer de plus en plus à la croissance économique durant la période de projection. Le scénario économique de référence de la Banque tient compte des mesures budgétaires annoncées depuis la parution du *Rapport* d'octobre, notamment la hausse des dépenses prévue dans le budget de l'Alberta et la modification des taux d'imposition marginaux par le gouvernement fédéral au début de 2016. On estime que, combinées, ces mesures supplémentaires soutiendront modestement l'activité économique, ce qui se traduit par une augmentation du PIB réel de l'ordre de 0,1 % à la fin de 2016.

Le gouvernement fédéral a indiqué qu'il était susceptible d'adopter d'autres mesures de politique budgétaire. Celles-ci ne sont cependant pas prises en compte dans le scénario de référence et font peser un risque à la hausse important sur les perspectives. La nature de ce risque dépend du moment, de l'ampleur et du type des mesures en question. En particulier, les investissements des administrations publiques dans les infrastructures tendent à avoir des retombées plus larges sur l'économie, et sont ainsi associés à des effets multiplicateurs plus importants que les autres formes de dépenses de l'État ou les modifications de la fiscalité ou des transferts. En outre, le délai entre la décision d'accroître les dépenses d'infrastructure et le moment où ces dépenses sont effectivement engagées est habituellement plus long que pour d'autres types de dépenses.

La marge de capacités excédentaires devrait diminuer tout au long de 2017

Compte tenu de l'ampleur et du rythme du recul des prix des produits de base, ainsi que de la complexité et de la longue durée du processus d'ajustement — dont les conséquences structurelles et cycliques sont importantes —, une incertitude particulière entoure le redressement de la demande globale et de l'activité économique, le niveau et l'évolution de la production potentielle, et, par conséquent, le moment du retour de l'économie à son plein potentiel.

En moyenne annuelle, la croissance devrait augmenter pour s'établir à 1,4 % en 2016, avant de se raffermir et d'atteindre 2,4 % en 2017 (**Tableau 2**). La faiblesse persistante des investissements donne à penser que le taux d'expansion de la production potentielle est plus susceptible de s'inscrire dans le bas de la fourchette d'estimations présentée par la Banque dans le *Rapport* d'avril 2015.

La contraction des investissements devrait prendre fin vers le milieu de 2016. On s'attend à ce qu'au deuxième trimestre, la croissance du PIB réel commence à dépasser celle de la production potentielle, ce qui entraînera un rétrécissement de l'écart de production. Du fait de l'incertitude exceptionnelle, la Banque prévoit dans son scénario de référence que l'économie canadienne retournera à son plein potentiel plus tard qu'anticipé en octobre, soit vers la fin de 2017.

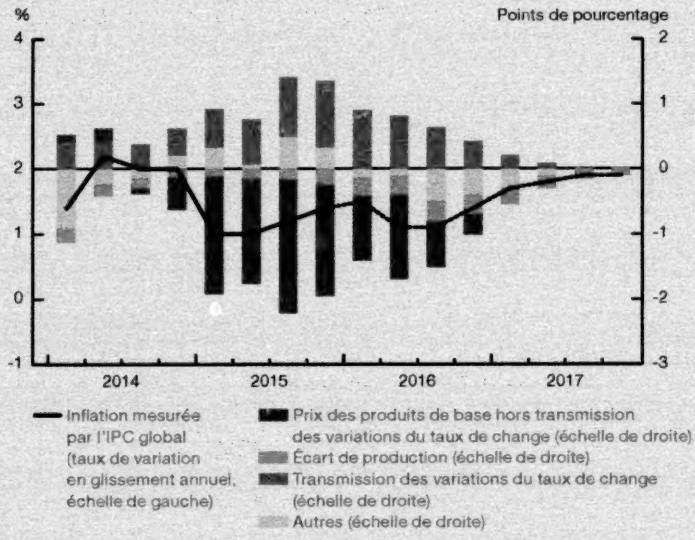
L'inflation devrait demeurer près de 2%, à compter de 2017

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global reste bien en deçà de 2 % tout au long de 2016. En effet, les pressions désinflationnistes liées à la faiblesse de l'inflation des prix de l'essence en glissement annuel et à la marge de capacités excédentaires dans l'économie canadienne devraient plus que compenser les répercussions positives sur l'inflation de la transmission des variations du taux de change (**Graphique 23**). L'incidence désinflationniste considérable de la baisse des prix de l'essence s'estompera tout au long de 2016, même si des pressions à la baisse associées à un retour à une relation plus normale entre les prix de l'essence et les cours du brut sont attendues durant la majeure partie de l'année.

La Banque estime que les pressions à la hausse exercées par la transmission des variations du taux de change sur l'inflation mesurée par l'IPC global ont représenté environ 0,9 à 1,1 point de pourcentage au quatrième trimestre de 2015. En supposant que le cours du dollar canadien se situera à 72 cents américains, on s'attend à ce que les effets de la transmission s'amenuisent peu à peu tout au long de 2016 et au début 2017. Cependant,

Graphique 23 : L'inflation mesurée par l'IPC global devrait rester bien en deçà de 2 % tout au long de 2016

Contribution à l'écart de l'inflation par rapport à la cible de 2 %



Sources : Statistique Canada et estimations, calculs et projections de la Banque du Canada

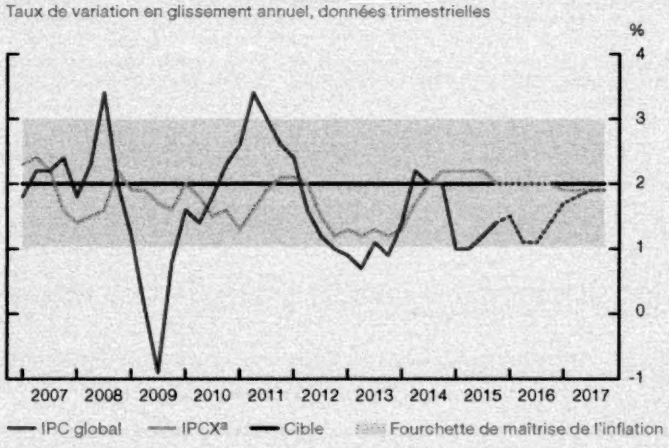
en raison de la dépréciation du dollar canadien affichée depuis quelques mois, il y a un risque que la transmission reste élevée avant de diminuer. En 2017, puisque les dernières pressions haussières attribuables à la transmission des variations du taux de change et les modestes pressions baissières associées à la marge résiduelle de capacités excédentaires se feront essentiellement contrepoids, l'inflation mesurée par l'IPC global et l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient avoisiner 2 % (**Graphique 24**).

Les attentes d'inflation à moyen terme sont restées bien ancrées à 2 %. Les compilations de Consensus Economics publiées en janvier font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 1,8 % pour 2016 et de 2,0 % pour 2017. Si les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet hiver par la Banque montrent qu'une vaste majorité de firmes continue de s'attendre à ce que l'inflation mesurée par l'IPC se maintienne, au cours des deux prochaines années, à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par l'institution, une proportion accrue de répondants est d'avis que ce taux évoluera dans la moitié inférieure de la fourchette.

En se fondant sur la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la Banque estime qu'un intervalle raisonnable autour de sa projection de référence concernant l'inflation mesurée par l'IPC global est de ± 0,3 point de pourcentage. Cet intervalle vise à donner une idée de l'incertitude entourant les prévisions. Les graphiques en éventail, qui sont obtenus au moyen d'une analyse statistique des erreurs de prévision de la Banque, offrent à cet égard une perspective complémentaire (**Graphique 25** et **Graphique 26**).

Graphique 24 : L'inflation devrait avoisiner 2 % en 2017

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles

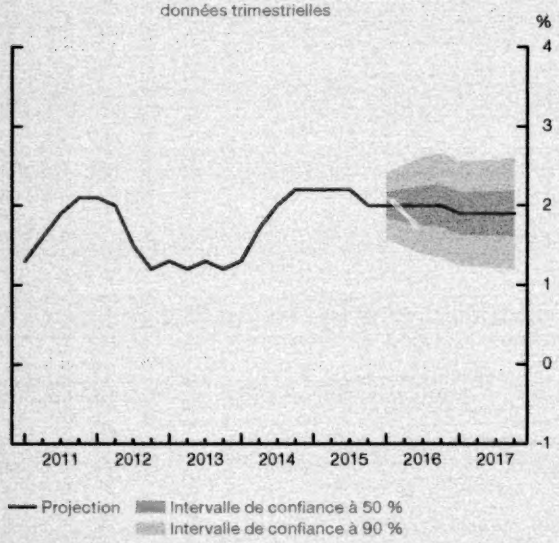


a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 25 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPCX

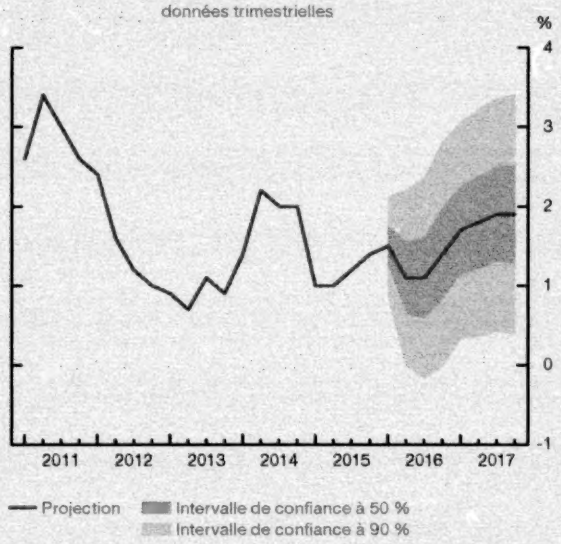
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Graphique 26 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Les risques entourant les perspectives d'inflation

Les mesures budgétaires anticipées ne sont pas prises en compte dans la projection de la Banque

Le scénario de référence de la Banque est en phase avec les annonces de politique budgétaire faites jusqu'en janvier 2016 par les gouvernements fédéral et provinciaux. D'après les dernières déclarations publiques de hauts responsables du gouvernement, le prochain budget fédéral prévoira des mesures de relance budgétaire additionnelles. Celles-ci engendreront une demande intérieure plus forte que dans le scénario de référence, ce qui accélérera la résorption de l'écart de production. L'ampleur des effets et le moment de leur manifestation dépendront toutefois des mesures prises. Dès qu'elle obtiendra des précisions à ce sujet, la Banque évaluera l'incidence des mesures budgétaires sur les perspectives de croissance.

Outre les éventuelles mesures budgétaires, plusieurs risques liés à la conjoncture extérieure ainsi qu'à la situation économique intérieure pèsent sur les perspectives qu'entrevoit la Banque. Celle-ci estime que les risques suivants sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Risques macroéconomiques

1) Production potentielle plus faible

Le choc des prix des produits de base a entraîné une série d'ajustements structurels complexes au sein de l'économie canadienne. Dans le secteur des ressources, les investissements ont été sensiblement réduits, et les réductions de main-d'œuvre se poursuivent. Par ailleurs, on assiste à une réaffectation de la main-d'œuvre et du capital vers le secteur hors ressources. Ce processus se déroulera sur plusieurs années et a des répercussions importantes sur le niveau et le taux de croissance de la production potentielle. De par leur nature, ces répercussions sont difficiles à évaluer. D'après la Banque, les ajustements effectués à ce jour indiquent que la croissance de la production potentielle à court terme s'inscrira vraisemblablement dans le bas de la fourchette d'estimations présentée dans la livraison d'avril 2015 du *Rapport*. Toutefois, l'évaluation de l'incidence du choc des prix des produits de base sur le niveau et le taux de croissance de la production potentielle est entachée d'une incertitude considérable. Par conséquent, le point de départ et le profil d'évolution anticipé de l'écart de production sont peut-être moins élevés, ce qui présente un risque à la hausse pour l'inflation.

2) Degré de transmission plus élevé des variations du taux de change

Le degré de transmission de la dépréciation passée du dollar canadien à l'inflation mesurée par l'IPC global devrait équivaloir en moyenne à 0,7 point de pourcentage en 2016. Compte tenu de l'ampleur et de la vitesse de la dépréciation, il existe un risque que le degré de transmission soit plus élevé que prévu à la lumière des données historiques. En cas de dépréciation soutenue sur une courte période, la transmission aux prix pourrait être relativement rapide et donc avoir une incidence plus élevée sur l'inflation annuelle. En pareille situation, les attentes d'inflation pourraient augmenter, ce qui ferait peser un risque à la hausse sur l'inflation projetée.

3) Prix du pétrole plus bas et effets de seuil

Étant donné l'ampleur du recul des prix du pétrole, il s'avère de plus en plus vraisemblable que d'importants effets de seuil défavorables se fassent sentir sur l'activité économique. Si les prix devaient tomber à un niveau tel qu'une entreprise aurait du mal à assumer ses coûts d'exploitation courants (à savoir ses coûts variables moyens), non seulement l'investissement et l'emploi en pâtiraient, mais l'entreprise en question pourrait aussi cesser ses activités et se retrouver acculée à la faillite. Les seuils pertinents sont différents d'une entreprise à l'autre. Dans le cas où une proportion importante des entreprises du secteur seraient touchées par des effets de seuil, les incidences négatives sur la confiance et les retombées sur la demande qui résulteraient d'une pareille situation pourraient peser lourdement sur l'économie en général.

4) Croissance économique plus lente dans les pays émergents

Plusieurs facteurs pourraient altérer la croissance économique des pays émergents. Par exemple, il se peut que la croissance en Chine ralentisse plus que prévu, tandis que les autorités s'emploient à rééquilibrer l'économie du pays. Le Brésil et quelques autres pays émergents pourraient également enregistrer une croissance plus faible à mesure qu'ils s'adaptent à la baisse de leurs termes de l'échange et à la volatilité accrue des flux de capitaux. La croissance plus faible dans les pays émergents freinerait les exportations américaines (souvent à forte teneur canadienne), minerait davantage la confiance, ferait baisser les prix des produits de base et augmenterait l'incertitude et la volatilité financière.